BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– August 2001 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It includes information received up to the fixed announcement date on 17 July 2001 and updates the May 2001 Monetary Policy Report.

Overview

The Bank's outlook for inflation and overall economic activity in Canada to the end of 2002 has not changed fundamentally from that presented in the May *Monetary Policy Report*. The pace of economic expansion, after falling below the economy's growth potential in the first half of this year, is expected to begin to strengthen in the third and fourth quarters and to pick up further to slightly above potential growth in 2002.

Most of the factors supporting this outlook continue to be those discussed in the May *Report*—an expected strengthening in U.S. economic growth, substantial progress in adjusting inventory levels in key sectors of the economy, the easing that has taken place in domestic monetary conditions, and tax cuts boosting Canadian disposable incomes.

Since the spring, however, several important factors have changed relative to earlier expectations. In the United States, recently introduced tax cuts (which include rebates beginning in July) are expected to boost household spending and provide an offset to the weakness in capital investment that is now projected to last through year-end. In addition, economic conditions outside North America have weakened

Highlights

- The Bank lowered the overnight interest rate by 25 basis points on 17 July, following a similar cut on 29 May, bringing the target for the overnight rate down to 4.25 per cent.
- The cumulative 150-basis-point reduction in the policy interest rate this year is underpinning domestic economic growth in the face of weak conditions outside North America and uncertainty about the recovery of U.S. business investment spending.
- Economic growth in Canada is projected to pick up in the second half of this year and to make further gains in 2002.
- Core inflation is projected to fall to about 2 per cent in the second half of 2001 and stay close to 2 per cent through 2002.
- Total CPI inflation, which is currently above 3 per cent, is projected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.

and the financial difficulties facing several emerging-market economies have intensified. The cumulative effects of policy actions taken in both Canada and the United States since the beginning of the year are working to counter spillover effects from abroad.

With the slowdown in the first half of 2001 easing pressures on capacity, core inflation is expected to decline to around 2 per cent in the second half of the year. It is then projected to steady out at that rate through 2002 as the pace of economic activity in Canada strengthens. Total CPI inflation is also expected to move down to about 2 per cent by the end of this year. Recent declines in the prices of gasoline, natural gas, and crude oil have reduced the risk that the high energy prices experienced earlier this year could have broader pass-through effects on Canadian consumer prices.

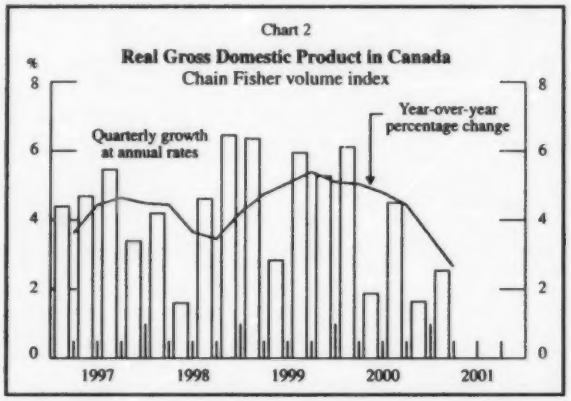
On 29 May, the Bank lowered its target for the overnight rate of interest by 25 basis points, and on 17 July it lowered the target by a further 25 basis points to 4.25 per cent, bringing the cumulative decline since the beginning of the year to 150 basis points (Chart 1). These decisions were judged to be consistent with keeping inflation close to the inflation-control target rate of 2 per cent over the medium term, thereby contributing to sustained economic and employment growth in Canada.

Chart 1
Target for the Overnight Rate and Target for the U.S. Federal Funds Rate
Daily

Recent Economic and Financial Developments

Real GDP growth in Canada averaged 2.1 per cent at an annual rate over the fourth quarter of last year and the first quarter of this year, compared with 4.2 per cent over the first three quarters of 2000 (Chart 2).[1] This marked slowdown resulted primarily from reduced U.S. demand for Canadian products, especially automobiles and telecommunications equipment, and from lower Canadian investment in machinery and equipment. Over the same period, activity in the oil and natural gas sector rose strongly, supported by high levels of profitability. In addition, household spending continued to show underlying momentum, sustained by further employment growth and by tax reductions by both the federal and provincial governments.

Chart 2
Real Gross Domestic Product in Canada
Chain Fisher volume index



Based on the latest available indicators, the same trends continued through the second quarter of the year, with GDP growth

1. The real GDP measure published by Statistics Canada is now based on estimates using the chain Fisher volume formula and also includes a change in the treatment of software spending by businesses and governments (see Technical Box 3 in the May *Report*). For more details on the changes to the measurement of real GDP, see Statistics Canada's Web site (www.statcan.ca) and the Bank of Canada's Web site (www.bankofcanada.ca). With these changes and other historical revisions, real GDP in 2000 is now estimated by Statistics Canada to have grown by 4.4 per cent on an annual average basis (instead of the previous estimate of 4.7 per cent, which valued output at 1992 prices).

101-06204/

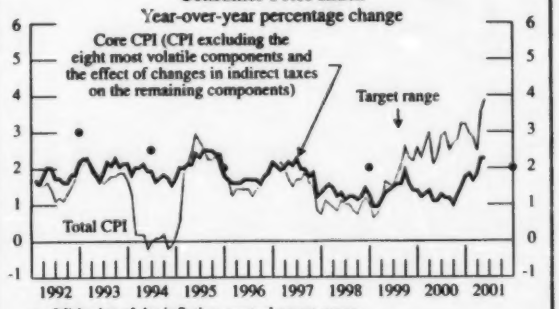
estimated to have been in a range of 1 to 2 per cent (at an annual rate). While growth in household spending appears to have slowed, it has, nonetheless, remained relatively robust. Exports recovered somewhat, but reductions in inventory investment continued, and capital spending by businesses has remained weak.

The slowdown in the pace of activity through mid-year has eased pressures on production capacity. It is estimated that the economy moved from a position of excess demand at the turn of the year to one of slight excess supply in the second quarter.

Core inflation was 2.3 per cent in May, up from 1.7 per cent in February and higher than had been expected in the May *Report* (Chart 3).[2] The rise in core inflation was associated with an economy operating at or above capacity at the end of 2000. Core inflation had been held down temporarily early this year as a result of increased price discounting by motor vehicle manufacturers and dealers and by a special provincial government credit program for electricity customers in British Columbia. Other statistical measures of the trend rate of inflation have been broadly in line with the Bank's core measure of inflation (Chart 4).

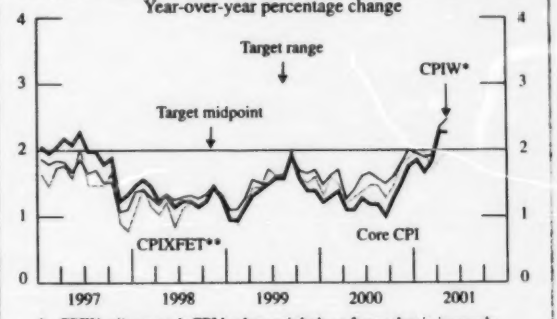
The 12-month rate of increase in the total CPI was 3.9 per cent in May, well above the rate of about 3 per cent experienced since the autumn of 2000. In addition to the factors affecting core inflation, the rate of increase in the total CPI was boosted by a jump in natural gas prices (resulting from continued tight supplies as well as the termination of an Alberta government assistance program), and by a temporary spike in gasoline prices.

Chart 3
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change



• Midpoint of the inflation-control target range

Chart 4
Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate
Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.
** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

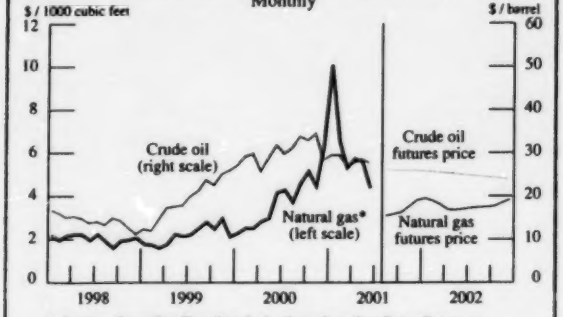
Despite broad-based increases in energy prices over the last two years, the estimated pass-through of higher energy prices to other components of the total CPI has been limited—less than 0.1 per cent over the past year.

In June, prices for gasoline fell back considerably. This is expected to be an important factor in bringing total CPI inflation for June down noticeably from May.[3] Moreover, spot and futures prices for both crude oil and natural gas have also fallen, pointing to lower consumer prices for energy products in coming months. The recent declines in the prices of gasoline, crude oil, and natural gas (Chart 5) reflect a better

2. The core measure of CPI inflation excludes the eight most volatile components of the CPI, as well as the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs. Information on the reasons why the Bank of Canada adopted this measure of core inflation is provided in the Bank's May 2001 publication, *Renewal of the Inflation-Control Target—Background Information*.

3. Expectations as of 17 July, prior to the release of the CPI on 20 July.

Chart 5
Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices (US$)
Monthly



* Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

balance between supply and demand as softening demand has allowed stocks to build up again.

Although economic indicators have remained mixed, they have, on balance, been stronger than expected by financial markets and have led to a somewhat more positive sentiment regarding the outlook for the Canadian economy. In particular, concerns about a further substantial deterioration of the U.S. economy have lessened since the May *Report*. As a result, yields on medium-term Canadian bonds have increased since mid-April (Chart 6).

In the context of a slowing global economy, the continuing relative strength of Canada's economic fundamentals has contributed to a rise in the trade-weighted value of the Canadian dollar since early April. This has reflected primarily a rise against major currencies other than the U.S. dollar (Chart 7). More recently, uncertainties associated with developments in some emerging-market economies have led to increased volatility in exchange markets.

Chart 6
Term Structure of Interest Rates in Canada
Yields on treasury bills, government bonds, commercial paper, and corporate bonds

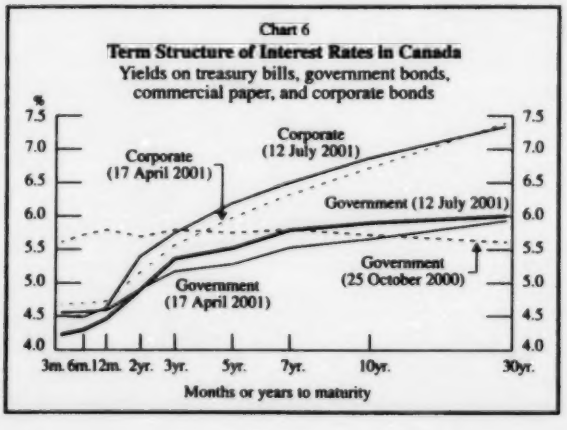
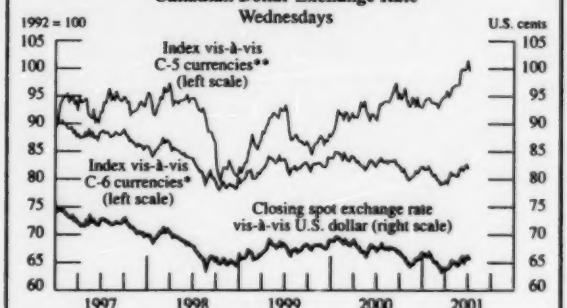


Chart 7
Canadian Dollar Exchange Rate
Wednesdays



* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc
** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

The Outlook

The Bank's outlook for economic growth in Canada in 2001 and 2002 remains very close to that of the May *Report*. Real GDP growth in 2001 is still expected to be in a range between 2 and 3 per cent. Following moderate growth in the first and second quarters, real GDP is expected to rise at an annual rate of between 2.5 and 3.5 per cent in the second half of 2001. In 2002, the pace of Canada's economic expansion will likely be slightly higher than the Bank's estimate for potential output growth of about 3 per cent.

The Bank's outlook for economic growth in Canada in 2001 and 2002 remains very close to that of the May **Report**, *with real GDP growth in 2001 still expected to be in a range between 2 and 3 per cent.*

The factors that support this outlook continue to include: substantial progress in adjusting inventory levels, a turnaround in business investment (including continued high levels of investment in the energy

sector), the easing in domestic monetary conditions, domestic tax cuts, and the expectation of a modest recovery in U.S. economic growth. Employment growth, however, is likely to lag the pickup in activity, and thus job gains are likely to be modest through the summer months.

The U.S. economy is still expected to strengthen in the second half of 2001.

The U.S. economy is still expected to strengthen in the second half of 2001 as a result of the significant declines in interest rates, the impact of announced tax cuts (which include rebates beginning in July), and a reduced rate of inventory liquidation. Although business investment (especially in telecommunications technology) is now expected to remain weak for a longer period than was anticipated at the time of the May *Report*, consumption is projected to be stronger, owing to the introduction of the tax reductions and associated rebates. Together with the slightly stronger-than-anticipated momentum at the beginning of the year (Chart 8), which was bolstered by automobile purchases, these factors should support U.S. economic growth for 2001 in the upper half of the 1 to 2 per cent range indicated in the May *Report*. In 2002, growth is projected to average 2.5 to 3.5 per cent (the same as in the May *Report*).

The outlook for economic growth in the overseas economies has, however, weakened from earlier expectations, in part because of adverse spillover effects from the slowdown in the U.S. economy. Growth in the European economies has softened, while Japan's situation has deteriorated further, reflecting in part the structural problems facing that economy. The near-term outlook for emerging-market economies has also weakened, and uncertainties persist around the situations in Argentina and Turkey.

The outlook for economic growth in the overseas economies has, however, weakened from earlier expectations.

In response to the slowdown in world economic growth, the U.S.-dollar price of non-energy commodities is projected to ease over the remainder of the year (Chart 9). The surge in lumber prices, which boosted the Bank of Canada's index in the second quarter, has partially reversed in response to inventories returning to more normal levels. However, lumber prices are likely to remain volatile.

It is estimated that some slack emerged in the Canadian economy by the second quarter of 2001. This should lead core inflation to decline from 2.3 per cent in May to about 2 per cent in the second half of 2001, in line with long-term inflation expectations. With

Chart 8
U.S. Real Gross Domestic Product

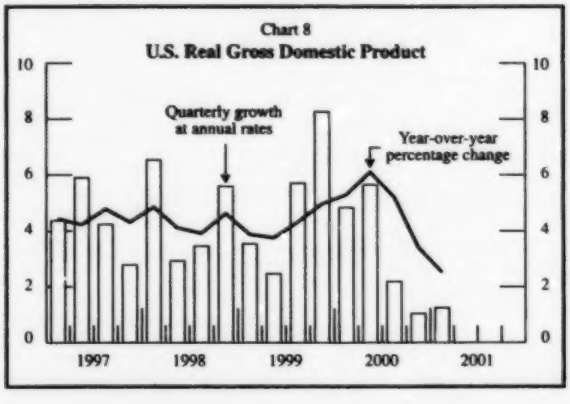
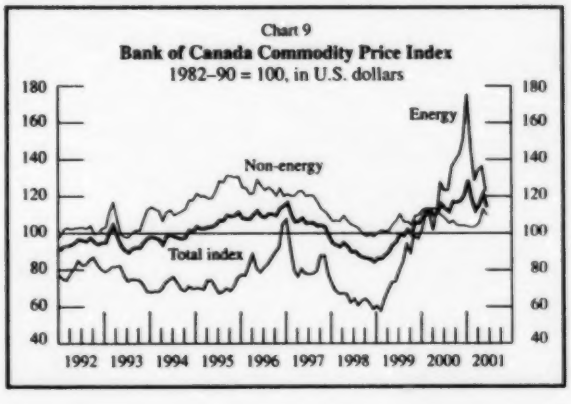


Chart 9
Bank of Canada Commodity Price Index
1982–90 = 100, in U.S. dollars



the economy expected to expand next year at a rate slightly above its growth potential, slack should be eliminated and core inflation should steady out at around 2 per cent through 2002.

Core inflation is expected to decline to about 2 per cent in the second half of 2001 and remain around that level through 2002.

With the prices of many energy commodities down significantly from earlier peaks, the year-to-year rise in consumer energy prices should fall through the autumn. As a result, total CPI inflation should move down to about 2 per cent by the end of 2001.

* * *

Detailed Indicators

In preparing its outlook for inflation, the Bank examined the recent behaviour of the monetary and credit aggregates, as well as other indicators of pressure on inflation and production capacity.

Monetary and Credit Aggregates

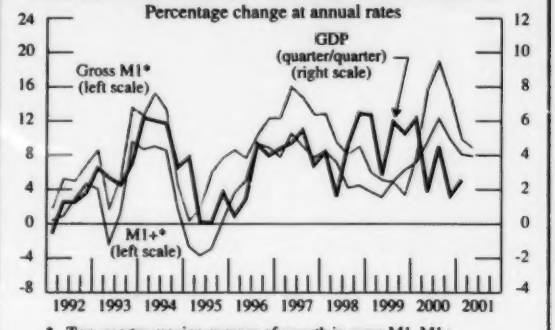
The monetary aggregates continue to suggest a stronger outlook for growth and somewhat higher inflation than the Bank's overall projection. Growth in the narrow aggregates has been greater than expected since February but remains well below the rates experienced at the end of 2000 (Chart 10).

Part of the recent strength in the narrow aggregates likely reflects a temporary increase in the precautionary demand for money. In the face of stock market uncertainty and concerns over future income, firms and individuals may be choosing to hold a higher level of liquid deposits. To the extent that this increase in deposits will be used to purchase savings vehicles once uncertainty is reduced, it should not lead to inflationary pressures.

Chart 10

Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1 and M1+

Percentage change at annual rates



* Two-quarter moving average of growth in gross M1, M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

While money growth has been a little stronger than expected, growth in business credit—particularly short-term credit—was weaker than expected. The slowing partly reflects a tightening in credit conditions for certain sectors, especially telecommunications. Household credit has continued to grow at a moderate pace.

Indicators of Pressure on Inflation and Capacity

Several indicators have been consistent with the view that pressures on production capacity eased in the first half of 2001. The ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector (excluding the aerospace industry) has decreased over the past year, and manufacturers' inventories have risen considerably relative to sales. Moreover, while the unemployment rate has risen only slightly since mid-2000, the recent decline in the help-wanted index indicates an easing in the labour market. The Bank's most recent survey of firms also suggests that capacity pressures and labour shortages were less intense than at the end of 2000.

Other indicators, however, suggest that capacity pressures in product and labour markets persisted into the early part of this

year. In labour markets, certain areas, notably health services and trades, continued to experience pressures. Based on the average hourly earnings of permanent workers, the underlying rate of increase in labour compensation moved up slightly to a range of 3.5 to 4.0 per cent in the second quarter of 2001 from a range of 3.25 to 3.75 per cent in the second half of 2000 (Chart 11).

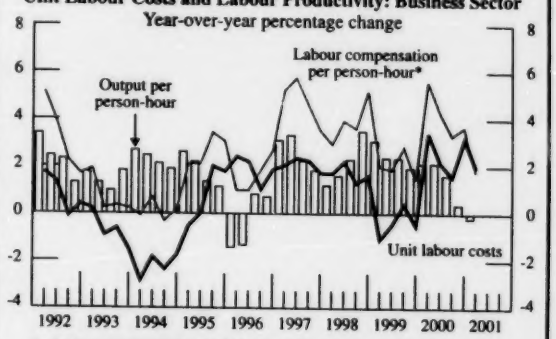
In addition, Statistics Canada's measured rate of capacity utilization for the non-farm, goods-producing sector in the first quarter of 2001 was still well above normal levels, although it had eased since mid-2000. Vacancy rates in the commercial real estate sector were also at very low levels in the first quarter of 2001.

Between the first quarter of 2000 and the first quarter of 2001, output per person-hour in the business sector fell 0.2 per cent, and unit labour costs rose 1.9 per cent (Chart 12). While productivity growth is expected to rise as the economy gains momentum, increases in unit labour costs are likely to remain in the 2 to 3 per cent range over the near term.

Chart 11
Wage Settlements and Average Hourly Earnings
Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

* Source: *Labour Force Information*
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = April 2001

Chart 12
Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector
Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.
Source: Statistics Canada *Daily*

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies may be obtained from:

Publications Distribution
Communications Department
Bank of Canada
Ottawa, Ontario
Canada K1A 0G9

Telephone: (613) 782-8248
e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– août 2001 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préétablie du 17 juillet 2001 et représente une mise à jour du Rapport sur la politique monétaire *publié en mai 2001.*

Vue d'ensemble

Les perspectives de la Banque au sujet de l'inflation et de l'activité économique globale au Canada, pour la période qui s'étend jusqu'à la fin de 2002, ne sont pas fondamentalement différentes de celles qui étaient présentées dans la livraison de mai du *Rapport sur la politique monétaire*. Après être descendu au-dessous du taux de croissance potentiel de l'économie durant la première moitié de l'année, le rythme d'expansion devrait commencer à s'accélérer aux troisième et quatrième trimestres, puis s'intensifier encore pour dépasser légèrement le potentiel de croissance en 2002.

Les facteurs qui étayent ces perspectives sont pour la plupart les mêmes que ceux que la Banque évoquait dans son *Rapport* de mai, à savoir le raffermissement prévu de la croissance économique aux États-Unis, les progrès considérables accomplis au chapitre de la correction du niveau des stocks dans des secteurs clés de l'économie, l'assouplissement des conditions monétaires au pays et l'accroissement du revenu disponible des consommateurs canadiens par suite des réductions d'impôt.

Depuis le printemps, toutefois, plusieurs facteurs importants n'ont pas évolué conformément aux prévisions. Aux États-Unis, on s'attend à ce que les mesures

Faits saillants

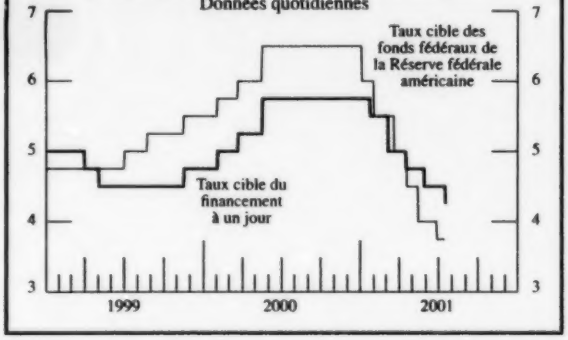
- La Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage le 17 juillet, après l'avoir réduit d'autant le 29 mai, ce qui ramène ce taux à 4,25 %.
- La réduction cumulative de 150 points de base du taux directeur opérée depuis le début de l'année soutient la croissance économique au pays devant la faiblesse de la conjoncture à l'extérieur de l'Amérique du Nord et l'incertitude quant à la reprise des investissements des entreprises aux États-Unis.
- On s'attend à ce que le rythme d'expansion de l'économie canadienne s'intensifie durant la seconde moitié de cette année et s'accélère encore en 2002.
- L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre à environ 2 % au second semestre de 2001 et rester près de ce niveau tout au long de 2002.
- On prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global, actuellement supérieure à 3 %, se repliera aux environs de 2 % d'ici la fin de 2001.

d'allégement fiscal adoptées récemment (notamment les remises d'impôt, à compter de juillet) stimulent les dépenses des ménages et contrebalancent la faiblesse des dépenses d'investissement qui, croit-on maintenant, pourrait se prolonger jusqu'à la fin de l'année. De plus, les conditions économiques se sont dégradées à l'extérieur de l'Amérique du Nord, et les difficultés financières auxquelles sont confrontées plusieurs économies de marché émergentes se sont aggravées. Mais les effets cumulatifs des mesures prises par le Canada et les États-Unis, depuis le début de l'année, forment un rempart contre les répercussions que pourrait avoir la détérioration de la conjoncture étrangère.

Le ralentissement de l'économie, durant la première moitié de 2001, ayant eu pour effet d'atténuer les pressions s'exerçant sur la capacité de production, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait diminuer pour se situer à environ 2 % au second semestre. On s'attend à ce qu'elle se maintienne à ce niveau tout au long de 2002, à la faveur d'une accélération de l'activité au Canada. Le taux de progression de l'IPC global devrait aussi descendre aux alentours de 2 % d'ici la fin de 2001. Le récent repli des prix de l'essence, du gaz naturel et du pétrole brut a réduit les risques que les cours élevés de l'énergie enregistrés plus tôt cette année ne se répercutent de façon plus généralisée sur les prix à la consommation au Canada.

La Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point, le 29 mai, et d'un autre quart de point, le 17 juillet, ce qui ramène ce taux à 4,25 % et porte la réduction opérée depuis le début de l'année à 150 points de base (Graphique 1). Elle a jugé que ces décisions étaient compatibles avec son objectif, qui est de maintenir l'inflation à moyen terme près de la cible de maîtrise de 2 %, de façon à favoriser une croissance soutenue de l'économie et de l'emploi au pays.

Graphique 1
Taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux de la Réserve fédérale américaine
Données quotidiennes

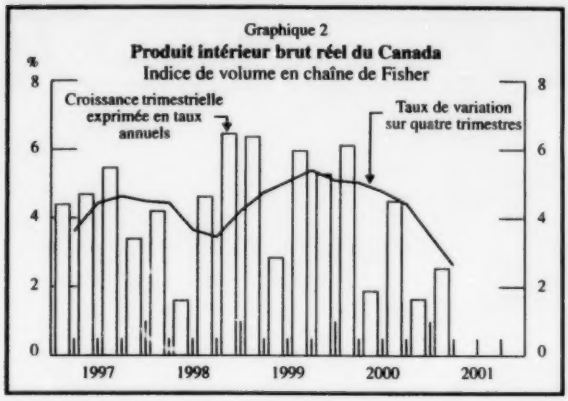


L'évolution économique et financière récente

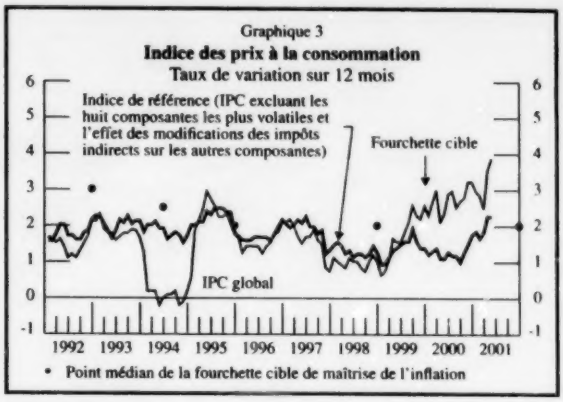
Le PIB réel du Canada a progressé en moyenne de 2,1 % en taux annualisé au quatrième trimestre de l'an dernier et au premier de cette année, contre 4,2 % au cours des trois premiers trimestres de 2000 (Graphique 2)[1]. Ce ralentissement marqué s'explique surtout par l'affaiblissement de la demande américaine de produits canadiens, en particulier d'automobiles et de matériel de télécommunication, et par la baisse des investissements canadiens en machines et matériel. Durant la même période, l'activité s'est fortement intensifiée dans le secteur du pétrole et du gaz naturel, à la faveur d'une rentabilité élevée. En outre, les dépenses des ménages sont restées fondamentalement vigoureuses, alimentées par de nouveaux gains au chapitre de l'emploi et par des diminutions d'impôt aux niveaux fédéral et provincial.

1. La mesure du PIB réel publiée par Statistique Canada est désormais établie à partir d'estimations fondées sur la formule de l'indice de volume en chaîne de Fisher et comporte une nouvelle façon de traiter les achats de logiciels par les entreprises et les administrations publiques (voir la Note technique 3 dans le *Rapport* de mai). Pour de plus amples renseignements au sujet des modifications apportées à la mesure du PIB réel, consulter les sites Web de Statistique Canada (www.statcan.ca) et de la Banque du Canada (www.banqueducanada.ca). À la lumière de ces changements et d'autres révisions aux données chronologiques, Statistique Canada estime maintenant que le PIB réel a crû à un rythme annuel moyen de 4,4 % en 2000 (au lieu de 4,7 % selon l'estimation précédente, qui établissait la valeur de la production en fonction des prix de 1992).

Graphique 2
Produit intérieur brut réel du Canada
Indice de volume en chaîne de Fisher



Graphique 3
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur 12 mois



• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

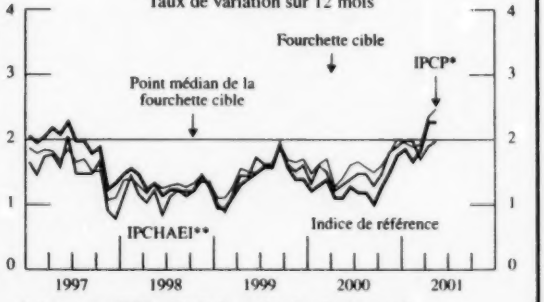
Selon les plus récents indicateurs, ces tendances se sont poursuivies au second trimestre de l'année, l'avance du PIB se situant, selon les estimations, dans une fourchette de 1 à 2 % (en taux annualisé). Bien qu'elle semble avoir ralenti, la croissance des dépenses des ménages est demeurée relativement robuste. Les exportations ont progressé légèrement, tandis que les investissements en stocks ont continué de fléchir et que les dépenses d'investissement des entreprises sont restées faibles.

La décélération de l'activité au premier semestre a atténué les pressions qui s'exerçaient sur l'appareil de production. On estime que la situation de demande excédentaire qui régnait au tournant de l'année a fait place à une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 2,3 % en mai, contre 1,7 % en février, soit un niveau supérieur à ce que l'on prévoyait dans le *Rapport* de mai (Graphique 3)[2]. Cette augmentation tient au fait que l'économie tournait aux limites de sa capacité, voire au delà, à la fin de 2000. Les rabais plus élevés consentis par les fabricants et les détaillants de véhicules automobiles ainsi que le programme de crédit spécial du gouvernement de la Colombie-Britannique, à l'intention des consommateurs d'électricité, ont temporairement maintenu l'inflation mesurée par l'indice de référence à un bas niveau au début de cette année. Les autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle ont suivi, en gros, une trajectoire semblable à celle de l'indice de référence de la Banque (Graphique 4).

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'est chiffré à 3,9 % en mai, soit bien au-dessus du niveau d'environ 3 % observé depuis l'automne 2000. Outre les facteurs ayant agi sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, la progression de cet indice a été gonflée par le vif renchérissement du gaz naturel (attribuable à une offre encore

Graphique 4
Indice de référence et mesures statistiques de l'inflation tendancielle
Taux de variation sur 12 mois



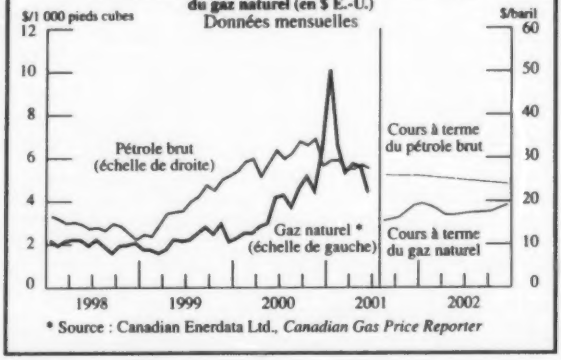
* La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

2. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les composantes restantes. Ces huit composantes sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires. La Banque du Canada a publié en mai 2001 un document intitulé *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation — Note d'information*, qui explique les raisons pour lesquelles elle a opté pour cette mesure de l'inflation fondamentale.

Graphique 5

Cours au comptant et cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel (en $ É.-U.)

Données mensuelles

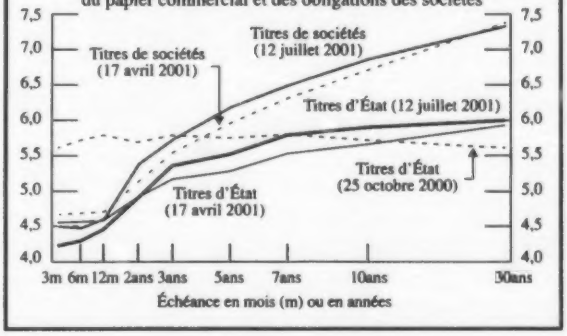


* Source : Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Graphique 6

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance – Canada

Taux de rendement des bons du Trésor, des obligations d'État, du papier commercial et des obligations des sociétés



limitée ainsi qu'à la fin d'un programme d'aide du gouvernement albertain) et par la flambée temporaire du prix de l'essence.

Bien qu'elle ait été généralisée depuis deux ans, la hausse des cours de l'énergie n'a eu que des répercussions limitées sur les autres composantes de l'IPC global. On estime en effet que l'accroissement de l'indice attribuable à cette hausse s'est établi à moins de 0,1 % au cours de la dernière année.

En juin, les prix de l'essence se sont repliés considérablement. Ce facteur devrait fortement contribuer à ramener le taux d'augmentation de l'IPC global pour juin nettement au-dessous du niveau enregistré en mai[3]. Les cours au comptant et à terme du pétrole et du gaz naturel ont également chuté, ce qui laisse entrevoir une diminution des prix à la consommation des produits énergétiques au cours des prochains mois. La baisse récente des prix de l'essence, du pétrole brut et du gaz naturel (Graphique 5) dénote un meilleur équilibre entre l'offre et la demande, le repli de la demande ayant permis aux stocks de se reconstituer.

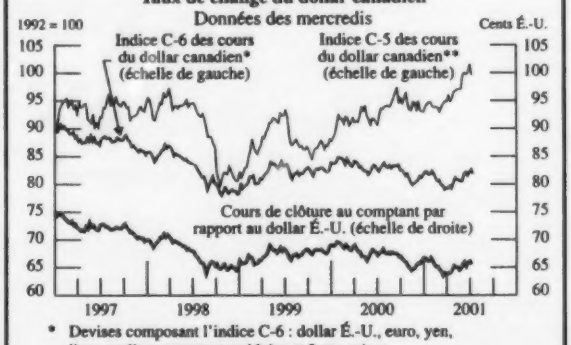
S'ils font encore état de résultats contradictoires, les indicateurs économiques ont néanmoins, dans l'ensemble, dépassé les attentes des marchés financiers et suscité un sentiment un peu plus optimiste à l'égard des perspectives de l'économie canadienne. En particulier, la crainte de voir l'économie américaine continuer à se détériorer s'est amoindrie depuis la publication du *Rapport* de mai. Aussi, le rendement des obligations à moyen terme canadiennes s'est-il élevé depuis la mi-avril (Graphique 6).

Dans le contexte d'une baisse de régime de l'économie mondiale, la vigueur relative que continuent d'afficher les facteurs économiques fondamentaux du Canada a contribué, depuis avril, à un relèvement du cours de la monnaie canadienne pondéré en fonction des échanges commerciaux. Celui-ci s'est reflété principalement dans l'appréciation qu'a connue notre monnaie par rapport aux grandes devises autres que le dollar É.-U. (Graphique 7). Récemment, cependant, l'incertitude associée à l'évolution

Graphique 7

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** Indice C-5 : dollar É.-U. exclu

3. Prévisions établies au 17 juillet, avant la publication, le 20 juillet, des données relatives à l'IPC.

de la conjoncture dans certaines économies de marché émergentes a accentué la volatilité des marchés des changes.

Les perspectives économiques

Les perspectives de croissance de l'économie canadienne qu'envisage la Banque pour 2001 et 2002 n'ont guère changé depuis la parution du *Rapport* de mai dernier, la Banque prévoyant toujours une hausse de 2 à 3 % du PIB réel en 2001. Après avoir été modérée aux premier et deuxième trimestres, la progression de ce dernier devrait s'accélérer pour se situer entre 2,5 et 3,5 % en chiffres annuels au second semestre de 2001. En 2002, l'économie canadienne devrait croître à un rythme légèrement supérieur au taux d'augmentation de la production potentielle, que la Banque évalue à environ 3 %.

Les perspectives de croissance de l'économie canadienne qu'envisage la Banque pour 2001 et 2002 n'ont guère changé depuis la parution du Rapport *de mai dernier, la Banque prévoyant toujours une hausse de 2 à 3 % du PIB réel en 2001.*

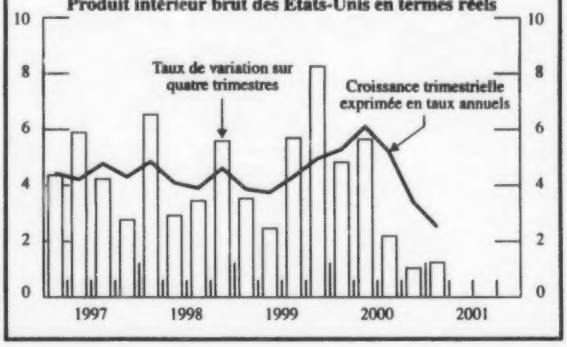
Parmi les facteurs sur lesquels ce pronostic s'appuie, citons des progrès importants dans le processus de correction des stocks, le redressement des investissements des entreprises (y compris la poursuite d'un niveau élevé d'investissements dans le secteur de l'énergie), l'assouplissement des conditions monétaires et les réductions d'impôt au Canada, ainsi que la légère reprise attendue de l'économie américaine. On pense toutefois qu'il y aura un certain décalage entre la relance de l'activité et la progression de l'emploi, qui demeurera modeste pendant tout l'été.

Un renforcement de l'économie américaine est toujours prévu pour le deuxième semestre de 2001 sous l'action du repli marqué des taux d'intérêt, des réductions d'impôt annoncées (dont des remises à compter de juillet) et d'un ralentissement du rythme de liquidation des stocks. S'il semble maintenant que les investissements des entreprises (surtout dans le domaine des télécommunications) resteront faibles plus longtemps qu'on ne s'y attendait au moment de la préparation du *Rapport* de mai dernier, la consommation sera pour sa part plus vigoureuse que prévu grâce aux réductions et aux remises d'impôt. Conjugués au fait que la croissance, alimentée par les achats de voitures, a été un peu plus vive que prévu en début d'année (Graphique 8), ces facteurs devraient amener le taux d'expansion de l'économie américaine en 2001 dans la moitié supérieure de la fourchette de 1 à 2 % dont le *Rapport* de mai faisait état. Pour 2002, la Banque anticipe une croissance moyenne de 2,5 à 3,5 % (comme en mai).

Un renforcement de l'économie américaine est toujours prévu pour le deuxième semestre de 2001.

Graphique 8

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



Les perspectives économiques des pays d'outre-mer, cependant, se sont assombries par rapport aux prévisions antérieures, en partie à cause du tassement de l'économie américaine. La croissance s'est ralentie dans les pays européens, tandis qu'au Japon la situation a continué à se détériorer, en partie sous le poids des problèmes structurels

auxquels est confrontée l'économie de ce pays. Les perspectives à court terme des pays à marché émergent sont également moins favorables, et des incertitudes continuent de peser sur l'évolution de la conjoncture économique en Argentine et en Turquie.

Les perspectives économiques des pays d'outre-mer, cependant, se sont assombries par rapport aux prévisions antérieures.

En réaction à la décélération de l'économie mondiale, les prix en dollars américains des produits de base non énergétiques devraient fléchir pendant le reste de l'année (Graphique 9). Le bond des cours du bois d'œuvre, qui a fait grimper l'indice de la Banque du Canada au deuxième trimestre, a été partiellement annulé par suite du retour des stocks à des niveaux plus habituels. Les prix du bois d'œuvre devraient cependant demeurer volatils.

La Banque estime que des capacités excédentaires sont apparues dans l'économie canadienne au deuxième trimestre de 2001. En conséquence, l'inflation mesurée par l'indice de référence, qui était de 2,3 % en mai dernier, devrait être ramenée à environ 2 % dans la seconde moitié de 2001, ce qui concorde avec le taux d'inflation attendu à long terme. Comme, l'an prochain, l'économie devrait progresser à un rythme légèrement supérieur à son potentiel de croissance, on s'attend à ce que les marges de capacités inutilisées se résorbent et à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintienne aux environs de 2 % pendant tout 2002.

Graphique 9
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada
1982-1990 = 100, en dollars É.-U.

Étant donné la baisse marquée du prix de nombreux produits de base énergétiques par rapport aux sommets atteints précédemment, on prévoit que le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation de l'énergie reculera au cours de l'automne. En conséquence, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre à quelque 2 % d'ici la fin de 2001.

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence tombe à environ 2 % dans la seconde moitié de 2001 et qu'elle se maintienne autour de ce niveau pendant tout 2002.

* * *

Les indicateurs détaillés

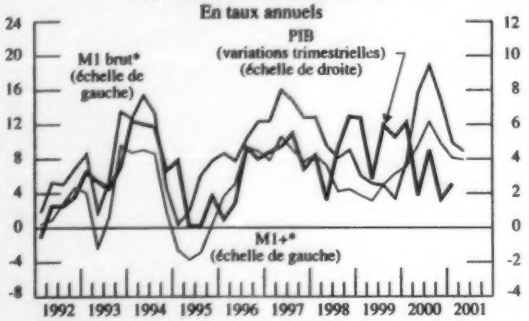
Dans l'élaboration de ses perspectives en matière d'inflation, la Banque a étudié le comportement récent des agrégats monétaires et des agrégats du crédit ainsi que d'autres indicateurs des pressions s'exerçant sur l'inflation et l'appareil de production.

Les agrégats monétaires et les agrégats du crédit

L'évolution des agrégats monétaires continue de laisser présager un rythme de croissance plus vif et un taux d'inflation légèrement supérieur à ceux projetés par la Banque. Le taux d'expansion des agrégats au sens étroit a dépassé les prévisions depuis février, mais il demeure nettement moins élevé que les taux atteints à la fin de 2000 (Graphique 10).

La progression récente des agrégats étroits s'explique probablement, en partie, par une hausse temporaire de la demande

Graphique 10
Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut réel et de M1+ réels
En taux annuels



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

d'encaisses de précaution. Face à l'incertitude du marché boursier et aux préoccupations entourant leurs revenus futurs, les entreprises et les particuliers ont pu choisir de détenir un niveau plus élevé de dépôts liquides. Dans la mesure où l'augmentation de ces dépôts servira à acheter des instruments de placement une fois l'incertitude calmée, elle ne devrait pas alimenter les pressions inflationnistes.

Si la croissance de la monnaie a légèrement dépassé les attentes, l'augmentation des crédits aux entreprises — particulièrement ceux à court terme — a été plus faible que prévu. Cette décélération est partiellement attribuable au resserrement des conditions du crédit dans certains secteurs, surtout celui des télécommunications. Pour leur part, les crédits aux ménages ont poursuivi leur avance modérée.

Les indicateurs des pressions sur l'inflation et l'appareil de production

Le comportement de plusieurs indicateurs économiques vient appuyer l'opinion selon laquelle les pressions sur les capacités de production se sont allégées au premier semestre de 2001. Ainsi, le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication (à l'exclusion de l'industrie aérospatiale) a reculé au cours de la dernière année, et le niveau des stocks des fabricants par rapport aux ventes a augmenté considérablement. De plus, même si le taux de chômage n'a enregistré qu'une légère hausse depuis le milieu de 2000, le repli récent de l'indice de l'offre d'emploi laisse entrevoir une détente du marché du travail. Les résultats du dernier sondage que la Banque a mené auprès d'entreprises portent également à croire que les pressions sur l'appareil de production et les pénuries de main-d'œuvre se sont atténuées depuis la fin de 2000.

D'autres indicateurs, toutefois, donnent à penser que les pressions qui s'exercent sur le marché des produits et celui du travail ont persisté jusque dans la première partie de 2001. Sur le marché du travail, certains secteurs, notamment ceux des services de santé et des métiers, ont continué à subir des pressions. D'après les gains horaires moyens des travailleurs permanents, le taux d'augmentation sous-jacent de la rémunération du travail a légèrement progressé, passant d'une plage de 3,25 à 3,75 % durant la deuxième moitié de 2000 à une plage de 3,5 à 4 % au second trimestre de 2001 (Graphique 11).

En outre, la mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publiée par Statistique Canada pour le premier trimestre de l'année dépassait

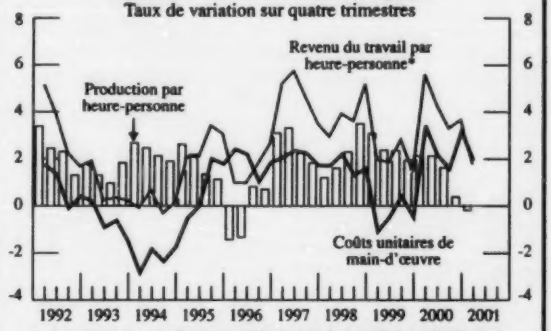
Graphique 11
Accords salariaux et salaire horaire moyen
Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés

* Source : *Information population active*
** Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes se rapportent à avril 2001.

encore largement les niveaux normaux, malgré un fléchissement depuis le milieu de 2000. Les taux d'inoccupation des immeubles à vocation commerciale étaient également très bas au premier trimestre de 2001.

Entre les premiers trimestres de 2000 et de 2001, la production par heure-personne dans le secteur des entreprises a reculé de 0,2 %, et les coûts unitaires de main-d'œuvre se sont élevés de 1,9 % (Graphique 12). Bien que l'on s'attende à ce que le taux de croissance de la productivité augmente à mesure que l'économie prendra de la vitesse, l'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait se maintenir entre 2 et 3 % à court terme.

Graphique 12
Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises
Taux de variation sur quatre trimestres



* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

Le *Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada* est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires de ces documents, veuillez communiquer avec nous :

Service de la diffusion des publications
Département des Communications
Banque du Canada
Ottawa (Ontario)
Canada K1A 0G9

Téléphone : (613) 782-8248
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
Site Web : http://www.banqueducanada.ca